

Nike (NKE.US/NKE US)

沉睡的熊尚未甦醒

持有・維持

收盤價 June 30 (US\$)	41.1
3 個月目標價 (US\$)	42.0
12 個月目標價 (US\$)	44.8
前次目標價 (US\$)	46.5
調降 (%)	-3.7
上漲空間 (%)	9.1

焦點內容

1. Nike (美) 4Q FY26 (財年止於 5 月) 獲利優於預期，主要得益於退稅挹注。
2. 公司已收緊採購，應付庫存重新攀升。
3. 預計 1H FY27 營收動能走緩，但毛利率可望自 1Q FY27 止穩回升。

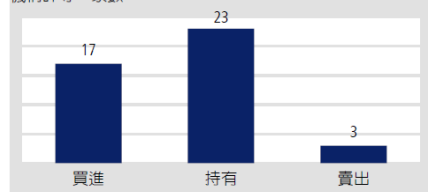
交易資料表

市值: (US\$bn)	60.8
流通在外股數 (百萬股):	1,199
機構持有比例 (%):	91.6
3M 平均成交量 (百萬股):	24.8
52 週股價 (低\高) (US\$):	40.0-80.2

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	(22.3)	(35.6)	(42.2)
相對表現 (%)	(37.2)	(45.1)	(63.1)

市場綜合評等

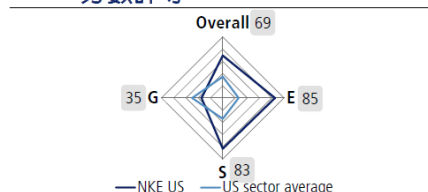
機構評等，家數



12M 機構目標價	最低	平均	最高
目標價 (美元)	23	55	90
潛在報酬 (%)	(44.0)	35.2	119.2

資料來源: Bloomberg

ESG 分數評等



資料來源: Refinitiv、凱基

重要訊息

Nike 4Q FY26 (財年止於 5 月; 3-5 月) 財報優於預期，主要得益退稅挹注。管理層預計 1Q FY27 營收年減低中個位數、2Q FY27 進一步放緩，但採購收緊及庫存管理將有助毛利率擴張將提前至 1Q FY27 開始。

評論及分析

4Q FY26 獲利優於預期，係受退稅加持。4Q FY26 獲利 10.7 億美元，折合每股盈餘 0.72 美元，優於預期，主要來自退稅挹注。營收年減 1%、季減 3%至 110 億美元；排除匯率則為年減 4%，落於公司指引低緣，主因 4 月中旬起銷售趨勢放緩，尤其對運動休閒與 Jordan 潮流系列影響更加嚴峻。在美國政府退稅估算共計達 9.9 億美元之挹注下 (一次性認列，貢獻毛利率 9 個百分點，對比目前實際收回款項約 3 億美元)，毛利率跳升至 49.2%，年增 8.9、季增 9.0 個百分點；若排除一次性項目則大致符合預期。

採購收緊。在中東戰事與運動休閒產品銷售乏力影響下，4Q FY26 庫存週轉天數大幅攀升至 121 天，年增 18%、季增 19%。地區別方面，北美、歐非中東、亞太及拉美庫存分別年增中個位數、雙位數、高個位數，大中華區則年減雙位數 (水位仍高，庫存清理將持續)。公司已收緊採購，計畫減少未來進貨並進一步控管庫存。2H FY27 將推出十幾款運動休閒新鞋；這項工作需耗費一些時間才能規模化並轉化為有延續性的成效。

利潤率應已觸底。考量關稅政策不確定性、中東動盪、油價波動、客流量與銷售疲軟等因素，管理層預計未來六個月零售環境不會顯著改善將導致 1H FY27 營收趨緩 (1Q FY27 年減低中個位數、2Q FY27 走弱)，但緊縮採購將有助毛利率提前至 1Q FY27 止穩回升 (微幅年增)。

投資建議

儘管 Nike 長達四年利潤率下滑趨勢應已進入尾聲，營收前景放緩仍意味著消費者未見回流跡象。我們維持「持有」評等，目標價改採 FY27 每股盈餘預估 25 倍為基礎而下調至 44.8 美元，對比歷史本益比區間為 18-55 倍。

投資風險

上檔風險為消費較預期強勁與品牌重拾人氣。

主要財務數據及估值

	May-24A	May-25A	May-26A	May-27F	May-28F	May-29F
營業收入 (US\$百萬)	51,362	46,309	46,398	45,966	47,713	48,516
營業毛利 (US\$百萬)	22,887	19,790	19,911	19,122	20,219	21,127
營業利益 (US\$百萬)	6,311	3,702	3,797	3,314	4,062	4,911
EBITDA (US\$百萬)	7,107	4,477	4,560	4,122	4,915	5,809
稅後淨利 (US\$百萬)	5,700	3,219	3,108	2,655	3,360	4,044
每股盈餘 (US\$)	3.76	2.17	2.10	1.79	2.27	2.73
營業收入成長率 (%)	0.3	(9.8)	0.2	(0.9)	3.8	1.7
每股盈餘成長率 (%)	16.9	(42.3)	(3.1)	(14.6)	26.6	20.4
毛利率 (%)	44.6	42.7	42.9	41.6	42.4	43.5
營業利益率 (%)	12.3	8.0	8.2	7.2	8.5	10.1
EBITDA margin (%)	13.8	9.7	9.8	9.0	10.3	12.0
淨負債比率 (%)	7.6	26.9	9.9	淨現金	淨現金	淨現金
股東權益報酬率 (%)	40.1	23.3	22.1	16.9	19.1	20.2

資料來源: 公司資料; 彭博; 凱基

註: 財年止於 5 月

Nike 7 月 1 日法說會重點摘要

- Nike 4Q FY26 獲利 10.7 億美元，折合每股盈餘 0.72 美元，優於預期，主要來自退稅挹注。營收年減 1%、季減 3% 至 110 億美元；排除匯率則為年減 4%，落於公司指引年減 2-4% 之低緣，主因 4 月中旬起銷售趨勢放緩，尤其對運動休閒與 Jordan 潮流系列影響更加嚴峻。在美國政府退稅估計達 9.9 億美元之挹注下（毛利率貢獻 9 個百分點），毛利率跳升至 49.2%，年增 8.9、季增 9.0 個百分點；若排除一次性利益則大致符合預期。
- 市場別營收：北美（佔總營收 44%）年增 3%；其中，批發銷售年增 10%，抵銷直接銷售年減 6%。歐非中東（27%）與大中華區（12%）銷售惡化，分別年減 1%、12%（若排除匯率為年減 6%、17%）；前者面臨庫存與促銷活動增加、中東業務中斷以及運動休閒營收佔比高於其他地區的挑戰，後者庫存清理持續，但平均零售折扣已有所改善。亞太及拉美（15%）年增 1%，反映部分專業運動強勁，運動休閒業務則持續承壓。
- 品牌別營收：Nike（佔總營收 98%）呈年持平；Converse（2%）年減 32%，弱勢延續。
- 產品別營收：鞋類（佔總營收 65%）年減 1%；在細分領域中，跑步、訓練和足球為表現較佳領域，尤其跑鞋已連續五季實現雙位數成長，帶動 FY26 歐美市佔率擴張 5 個百分點。服飾（28%）年增 1%，配件（5%）則年減 3%。
- 通路別營收：批發銷售年增 4%，動能來自北美雙位數成長。直接銷售年減 7%；其中，數位化業務衰退（達雙位數）較實體店更大。
- 4Q FY26 庫存週轉天數大幅攀升至 121 天，年增 18%、季增 19%，反映數量堆積。地區別方面，北美、歐非中東、亞太及拉美庫存分別年增中個位數、雙位數、高個位數，大中華區則年減雙位數。公司已收緊採購，計畫減少未來進貨並進一步控管庫存。
- 美國政府退稅金額估算共計達 9.9 億美元，並一次性認列於 4Q FY26 毛利；截至目前實際收回款項約 3 億美元。
- 管理層期待 FY27 成長將從跑步擴展至訓練、籃球和 ACG 領域，短期表現欠佳的運動休閒及 Jordan 街頭服飾業務（合計貢獻營收近半）預計 2H FY27 可望改善。公司將持續加大投入並朝向高端品牌轉型，計畫 FY27 底前對旗下 50% Nike 直營門市進行升級。
- 考量關稅政策不確定性、中東動盪、油價波動、客流量與銷售疲軟等因素，未來六個月零售環境應不會顯著改善，管理層表示，公司緊縮採購將導致 1H FY27 營收趨緩，但將有助於毛利率止跌回穩；現估 1Q FY27 營收將年減低中個位數、2Q FY27 進一步走弱，但毛利率提前至 1Q FY27 止穩回升（微幅年增）、營業費用年持平。

- 在大中華區，公司正與合作夥伴共同評估各種加速復甦新途徑，包括提供更高端、更貼近中國文化的產品，打造線上線下無縫銜接的購物體驗。短期庫存清理將持續，預計營收將與近期業績保持一致。
- 2H FY27 將推出十幾款運動休閒新鞋；這項工作需耗費一些時間才能規模化並轉化為有延續性的成效。

圖 1：Nike 4Q FY26-FY26 財報、1Q FY27-FY27 公司財測暨市場共識比較

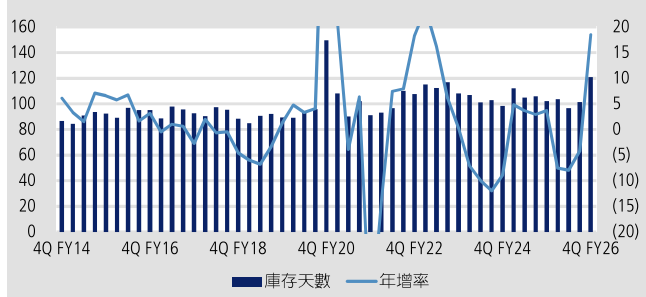
百萬美元	4Q FY26						1Q FY27F				FY26				FY27F	
	實際數	QoQ (%)	YoY (%)	公司財測	市場共識	差異 (%)	公司財測	市場共識	QoQ (%)	YoY (%)	實際數	YoY (%)	市場共識	差異 (%)	市場共識	YoY (%)
營收	10,972	(2.7)	(1.1)	年減2-4%	10,844	1.2	微幅年減	11,513	4.9	(1.8)	46,398	0.2	46,276	0.3	46,476	0.2
毛利	5,393	19.1	20.7		4,330	24.6		4,830	(10.4)	(2.3)	19,911	0.6	18,854	5.6	19,315	(3.0)
營業利益	1,311	137.1	308.4	OPEX: 年持平至微幅年減	241	444.8	OPEX: 年持平	848	(35.3)	(8.5)	3,797	2.6	2,724	39.4	3,275	(13.7)
稅前獲利	1,329	104.5	317.9		229	479.3		857	(35.5)	(7.1)	3,900	0.4	2,797	39.5	3,316	(15.0)
稅後淨利	1,069	105.6	406.6		179	497.1		680	(36.3)	(6.4)	3,108	(3.4)	2,225	39.7	2,680	(13.8)
每股盈餘 (元)	0.72	105.6	406.6		0.12	497.1		0.46	(36.3)	(6.4)	2.10	(3.4)	1.50	39.7	1.81	(13.8)
毛利率 (%)	49.2	9.0 ppts	8.9 ppts	39.6-40.0	39.9	9.2 ppts	微幅擴張	42.0	(7.2)ppts	(0.2)ppts	42.9	0.4 ppts	40.7	2.2 ppts	41.6	(1.4)ppts
營利率 (%)	11.9	7.0 ppts	9.1 ppts		2.2	9.7 ppts		7.4	(4.6)ppts	(0.5)ppts	8.2	2.4 ppts	5.9	2.3 ppts	7.0	(1.1)ppts
淨利率 (%)	9.7	5.1 ppts	7.8 ppts		1.7	8.1 ppts		5.9	(3.8)ppts	(0.3)ppts	6.7	(3.6)ppts	4.8	1.9 ppts	5.8	(0.9)ppts

資料來源：公司資料；Bloomberg；凱基

註：Nike 財年止於5月

圖 2：4Q FY26 庫存天數重新攀升

庫存天數，天 (左軸)；年增率，百分比 (右軸)

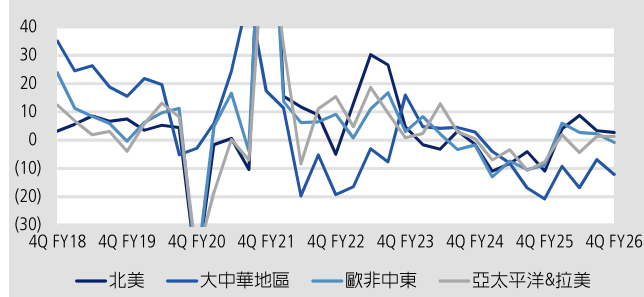


資料來源：公司資料；Bloomberg；凱基

註：Nike 財年止於5月

圖 3：大中華區表現低迷為主要拖累

地區別營收成長率，百分比

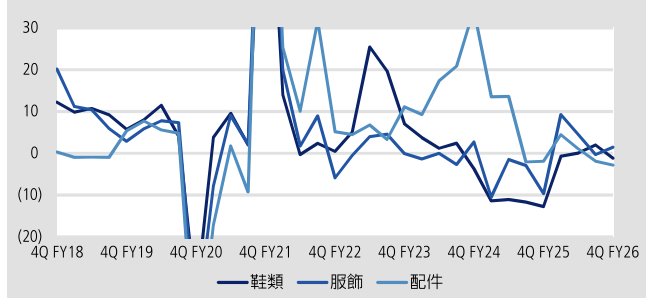


資料來源：公司資料；Bloomberg；凱基

註：Nike 財年止於5月

圖 4：各產品需求平淡

產品別營收成長率，百分比

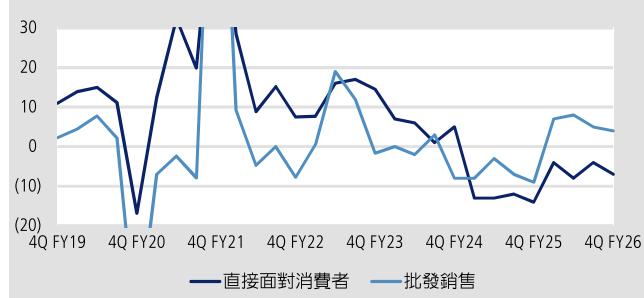


資料來源：公司資料；Bloomberg；凱基

註：Nike 財年止於5月

圖 5：批發業務成長，抵銷直接銷售弱勢

通路別營收成長率，百分比



資料來源：公司資料；Bloomberg；凱基

註：Nike 財年止於5月

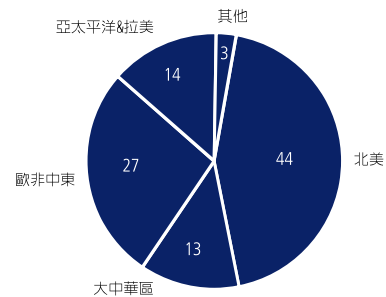
圖 6: 公司概况

Nike 成立於 1964 年，為全球最大運動用品製造及品牌商，市佔率約 10-12%。旗下品牌包括 Nike、Air Jordan 及 Converse 等，主要透過直營店面及電商平台直接銷售或代理批發予合作夥伴。鞋類產品貢獻營收大宗，佔比達 64%，其次為服飾的 9% 及其他配件 7%。北美為最大的營收來源市場，FY26 營收佔比達 44%，歐洲、中東及非洲為 27%，亞太洋及拉美地區 14%，大中華區 13% 及其他 3%。

資料來源：公司資料；凱基

圖 7: 營收來源地區多元

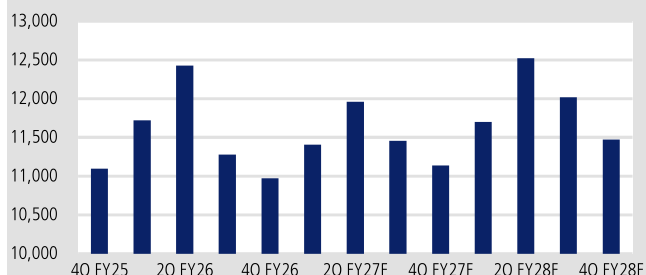
FY26 地區別營收佔比，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 8: 季營收

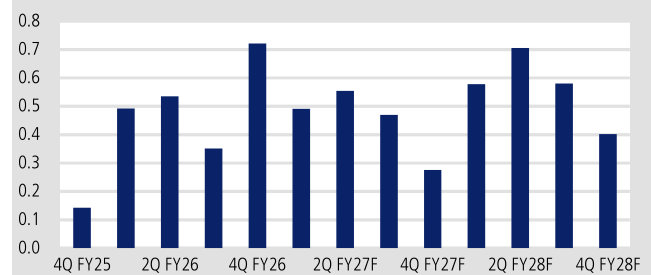
季營業收入，百萬美元



資料來源：公司資料；凱基

圖 9: 每股盈餘

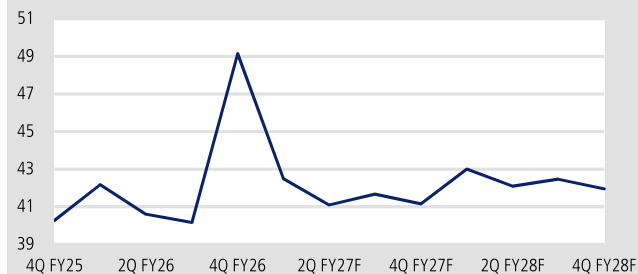
每股盈餘，美元



資料來源：公司資料；凱基

圖 10: 毛利率

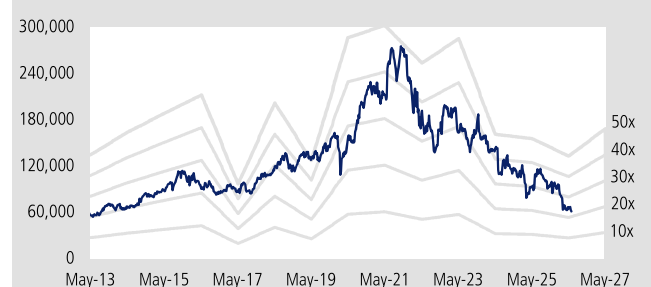
毛利率，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 11: 未來 12 個月預估本益比

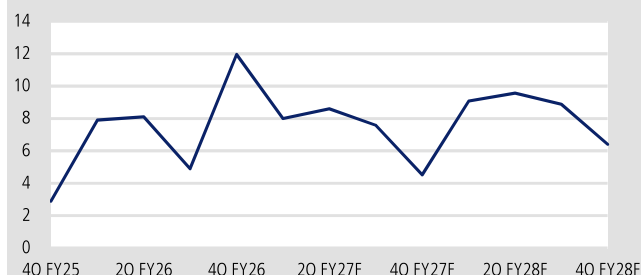
市值，百萬美元 (左軸)；本益比，倍 (右軸)



資料來源：彭博；凱基

圖 12: 營業利潤率

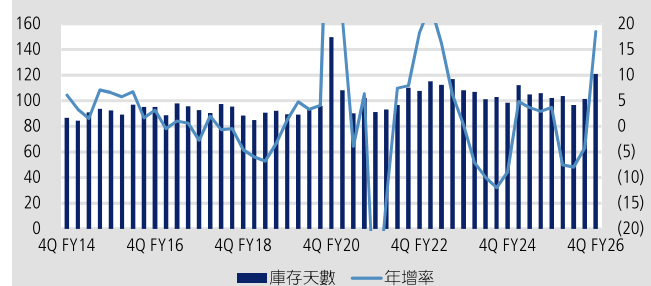
營業利潤率，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 13: 庫存天數與年增率

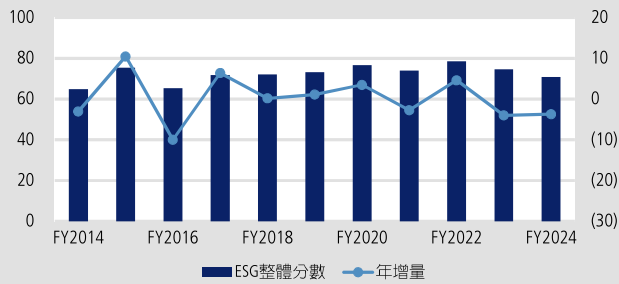
庫存天數 (左軸)；年增率，百分比 (右軸)



資料來源：公司資料；凱基

圖 14：ESG 整體分數

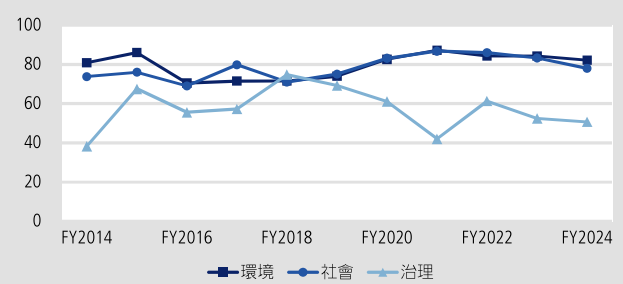
ESG 整體分數 (左軸)；年變化，百分點 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 15：ESG 各項分數

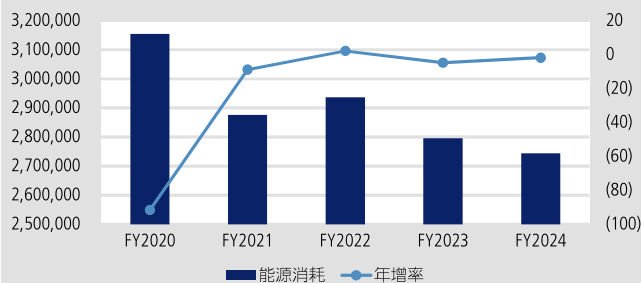
ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 16：能源消耗

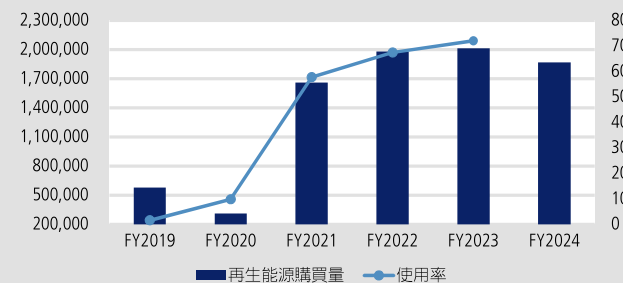
能源消耗，十億焦耳 (左軸)；年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 17：再生能源使用

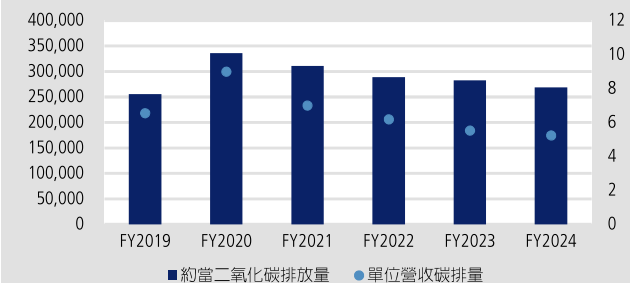
再生能源使用量，十億焦耳 (左軸)；使用率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 18：碳排量

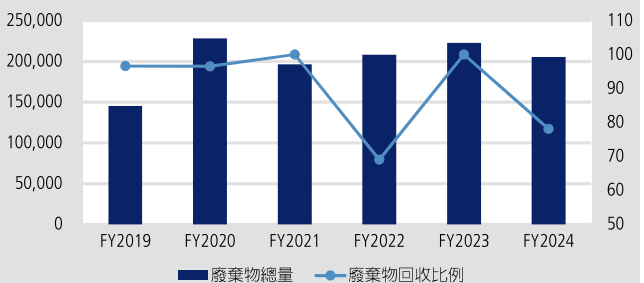
約當二氧化碳排放量，噸 (左軸)；單位營收碳排放量，噸/百萬美元 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 19：廢棄物總量

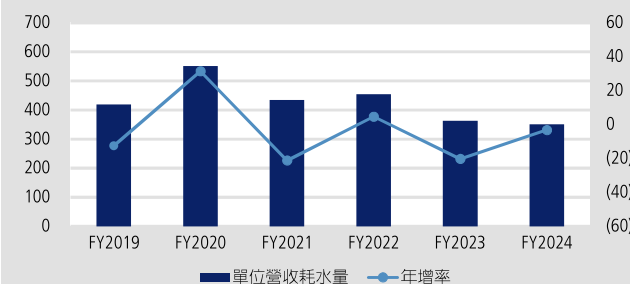
廢棄物總量，噸 (左軸)；廢棄物回收比例，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 20：耗水量

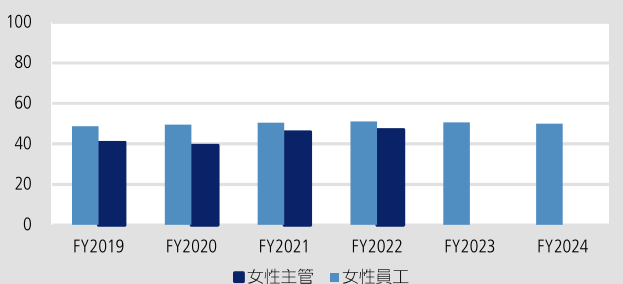
單位營收耗水量，立方公尺/百萬美元 (左軸)；年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 21：性別多樣性

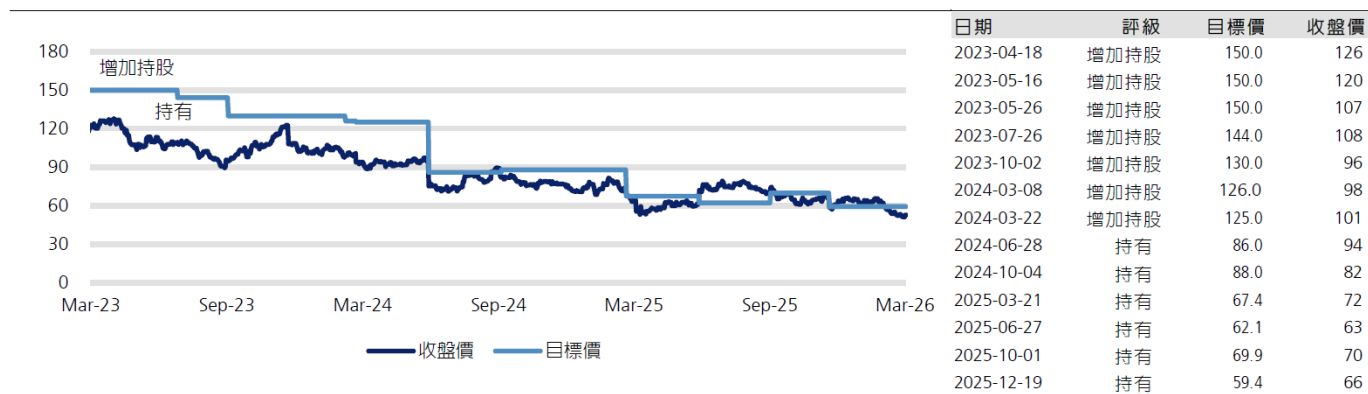
女性主管與員工比例，百分比



資料來源：Refinitiv、公司資料

項目	定義
能源使用	直接與間接能源消耗總量(十億焦耳) - 公司運營範圍內消耗之能源總量 - 能源使用總量 = 直接能源消耗總量 + 間接能源消耗量 - 總能源使用量包括購買的能源、生產的能源 - 就公用事業而言，輸電/電網損耗為其業務活動之一部分，被視為總能源消耗，數據不包括為滿足能源使用而生產的電力（公用事業為出售而生產） - 就公用事業而言，用於能源生產的煤、天然氣或核能等原料不屬於「總能源使用」項下
購買之再生能源	Primary 再生能源購買總量(十億焦耳) - 公司各種來源之能源消耗量與購買的能源中屬於自然界可再生者（太陽能、風能、水能、生物質能、地熱能）之量 - 如無證據顯示再生能源由公司生產，則所報告的能源數據視為購買的再生能源
再生能源使用率	再生能源占總能源消耗量之比例
CO2 約當排放量	直接 CO2 與 CO2 約當排放量(公噸) - 公司擁有或控制的來源的直接排放量（範圍 1 排放量） - 相關氣體：二氧化碳 (CO2)、甲烷 (CH4)、一氧化二氮 (N2O)、氫氟碳化物 (HFCs)、全氟化合物 (PFCs)、六氟化硫 (SF6)、三氟化氮 (NF3)
CO2 約當排放量營收比	直接 CO2 與 CO2 約當排放量（公噸）銷售（百萬元）比 - 公司擁有或控制的來源的直接排放量（範圍 1 排放量） - 相關氣體：二氧化碳 (CO2)、甲烷 (CH4)、一氧化二氮 (N2O)、氫氟碳化物 (HFCs)、全氟化合物 (PFCs)、六氟化硫 (SF6)、三氟化氮 (NF3)
廢棄物總量	廢棄物總量(公噸) - 總廢棄物 = 無害廢棄物 + 有害廢棄物 - 僅考慮固體廢棄物，但如液體廢棄物以公噸為單位呈報，則會將其加入求得包含液體廢棄物之總量 - 對於採礦、石油與天然氣等行業，tailings、廢石、煤、飛灰等廢棄物亦考慮在內
廢棄物回收率	公司呈報的廢棄物回收率 - 廢棄物回收率 = 廢棄物回收量/總廢棄物 * 100 - 廢棄物轉化為能源或經由廢棄物焚燒產生能源視為廢棄物回收 - 經由堆肥回收的廢棄物視為回收之廢棄物
總取水量	總取水量(立方公尺) - 由呈報組織直接或經水公司等中介機構從任何水源抽取的總水量 - 水井、城鎮/公用事業/市政用水、河水、地表水等不同之水源均予以考慮
環保支出	環保支出總金額 - 所有用於環境保護，或防止、減少、控制環境因素、影響、危害的投資與支出，亦包括處置、處理、衛生、清理支出
員工流動率	員工流動率 - 包括任何原因（自願或非自願）離開公司的員工，如辭職、退休、自然離職/死亡、醫療失能、冗員、裁員、重組、解僱、裁減或定期合約到期 - 員工流動率 = (離開之員工/平均員工人數) * 100 - 平均員工人數 = (本年末員工人數 + 去年末員工人數) / 2 - 本財年末員工數 = 上個財年末員工數 + 新員工數 - 離開之員工數
女性經理	女性經理百分比 - 女性經理占公司經理的百分比 - 如有不同階層之百分比，如最高階、高階、中階、初階，則會考慮中階女性經理之百分比 - 女性經理百分比 = 女性經理人數/經理總數 * 100
女性員工	女性員工百分比 - 女性員工占公司員工總數的百分比 - 女性員工百分比 = 女性人數/員工總數 * 100
教育訓練總時數	所有員工教育訓練總時數 - 僅考慮員工教育訓練時數 - 包括一般員工所有類型的教育訓練（如健康與安全、環境、急難事件救援、技能與職業發展） - 如果數據以天為單位，則乘以 8，係假設 1 天 = 8 小時工作
每位員工教育訓練時數	平均每年每位員工總教育訓練時數

Nike – 以往評級及目標價



資料來源：彭博；凱基

上述為證監會持牌人，隸屬凱基證券亞洲有限公司從事相關受規管活動，其及 / 或其有聯繫者並無擁有上述有關建議股份，發行人及 / 或新上市申請人之財務權益。

免責聲明

部份凱基證券亞洲有限公司股票研究報告及盈利預測可透過 www.kgi.com.hk 取閱。詳情請聯絡凱基客戶服務代表。本報告的資料及意見乃源於凱基證券亞洲有限公司的內部研究活動。本報告內的資料及意見，凱基證券亞洲有限公司不會就其公正性、準確性、完整性及正確性作出任何申述或保證。本報告所載的資料及意見如有任何更改，本行并不另行通知。本行概不就因任何使用本報告或其內容而產生的任何損失承擔任何責任。本報告亦不存有招攬或邀約購買或出售證券及 / 或參與任何投資活動的意圖。本報告只供備閱，并不能在未經凱基證券亞洲有限公司書面同意下，擅自複印或發佈全部或部份內容。凱基集團成員公司或其聯屬人可提供服務予本文所提及之任何公司及該等公司之聯屬人。凱基集團成員公司、其聯屬人及其董事、高級職員及雇員可不時就本報告所涉及的任何證券持倉。